



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LEANDRO GARBUIO THUR

DETERMINANDO O VALOR DA EMPRESA: OS FATORES NECESSÁRIOS DA  
METODOLOGIA APLICADA AO SETOR DE SEGUROS

CURITIBA

2018

LEANDRO GARBUIO THUR

DETERMINANDO O VALOR DA EMPRESA: OS FATORES NECESSÁRIOS DA  
METODOLOGIA APLICADA AO SETOR DE SEGUROS

Projeto de monografia apresentada ao Departamento de Ciências Contábeis, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, como pré-requisito para obtenção do título de Especialista em MBA – Gestão Contábil Tributária.

Orientador: Prof. Dra. Mayla C. Costa.

CURITIBA

2018

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

LEANDRO GARBUIO THUR

### **DETERMINANDO O VALOR DA EMPRESA: OS FATORES NECESSÁRIOS DA METODOLOGIA APLICADA AO SETOR DE SEGUROS**

Monografia apresentada como pré-requisito à obtenção do título de Especialista, do Curso de Especialização em MBA – Gestão Contábil e Tributária do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, sob a análise da seguinte banca examinadora:

---

Prof<sup>a</sup>. Dra. Mayla C. Costa

Orientador – Departamento de Ciências Sociais Aplicadas – UFPR

---

Prof.

Departamento de Ciências Sociais Aplicadas – UFPR

---

Prof.

Departamento de Ciências Sociais Aplicadas – UFPR

Curitiba, 30 de Julho de 2018.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, primeiramente, à professora orientadora deste trabalho, professora Dra. Mayla C.Costa, por toda a dedicação e paciência de ensinar.

Outrossim, agradeço a minha esposa, Letícia, por não medir esforços a fim de proporcionar-me a melhor decisão para a minha vida acadêmica.

É certo que, sem suas orientações e sua paciência, a concretização deste trabalho não seria possível.

“A menos que modifiquemos a nossa maneira de pensar, não seremos capazes de resolver os problemas causados pela forma como nos acostumamos a ver o mundo.” (Albert Einstein)

## RESUMO

A empresa na sociedade capitalista, tem como princípio básico gerar riqueza para os seus proprietários. Assim sendo, esse trabalho teve o objetivo principal de medir a geração de valor da empresa J., uma empresa de capital fechado, verificando a sua eficiência em seu propósito básico, ou seja, a criação de valor. Avaliar uma empresa de capital fechado constitui-se em um verdadeiro desafio, uma vez que toda teoria financeira está construída em termos de capital aberto, ou seja, os modelos financeiros para avaliação levam em conta quase que somente empresas de capital aberto (ações negociadas em Bolsa de Valores). No estudo de caso apresentado, ou seja, uma empresa do ramo de seguros, optou-se pelos modelos de Fluxo de Caixa Descontado (DFC), por entender que este método é ainda o mais difundido e apropriado para empresas de capital fechado e Valor Econômico, comparando-os ao Valor Patrimonial Contábil, apresentando à empresa e acionistas, um preço de referência para que possam iniciar negociações de compra ou venda de parte ou todo do negócio. Estimar custo de capital para empresas de capital fechado no Brasil é o grande desafio na avaliação tendo em vista que a teoria existente sobre risco de retorno está baseada no mercado de capitais, sobretudo o americano.

Palavras-Chave: Fluxo de caixa descontado, Avaliação de empresas, Empresa de capital fechado.

## **ABSTRACT**

The company in capitalist society has as basic principle to generate wealth for its owners. Therefore, this work had the main objective of measuring the value creation of the company J., a company and closed capital, verifying its efficiency in its basic purpose, that is, the creation of value. Evaluating a privately held company is a real challenge, since all financial theory is built in terms of open capital, that is, financial models for valuation take into account almost only public companies (shares traded in Stock Exchange). In the case study presented, that is, a company in the segment of insurance industry, we opted for the discounted cash flow (DFC) models, since this method is still the most widespread and appropriate for private companies and Economic value, comparing them to the Book Value, presenting to the company and shareholders, a reference price so that they can start negotiations to buy or sell part or all of the business. Estimating the cost of capital for privately held companies in Brazil is the great challenge in the evaluation, considering that the existing theory of risk of return is based on the capital market, especially the American market.

**Keywords:** Discounted cash flow, Valuation of companies, Private company.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	3
1.1 CONTEXTO E PROBLEMA DE PESQUISA.....	3
1.2 OBJETIVOS.....	5
1.3. JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA .....	5
2. REFERENCIAL TEORICO .....	8
2.1 Setor de Seguros .....	8
2.1.1 Histórico do Setor de Seguros no Brasil .....	8
2.1.2 Fusões e Aquisições no Setor de Seguros .....	13
2.1.3 Algumas transações no Brasil.....	15
2.2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	16
2.2.1 VALOR EM CONTINUIDADE .....	20
2.2.2 VALOR DE LIQUIDAÇÃO .....	20
2.2.3 AVALIAÇÃO POR MULTIPLOS.....	21
2.2.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	22
2.2.4.1 ENFOQUE ACIONISTA .....	24
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	25
3.1 TIPOLOGIA QUANTO AOS OBJETIVOS.....	25
3.2 TIPOLOGIA QUANTO AO PROBLEMA DE PESQUISA .....	26
3.3 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO À ABORDAGEM DOS PROCEDIMENTOS .....	26
3.4 COLETAS DE DADOS DOS DADOS E INFORMAÇÕES .....	26
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	27
4.1 Balanço Patrimonial .....	29
4.2 Demonstração do Resultado do Exercício .....	34
4.3 Demonstração dos Cálculos de Valuation.....	35
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES.....	37



## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1 CONTEXTO E PROBLEMA DE PESQUISA

O mercado de aquisições, fusões, cisões e reestruturações organizacionais apresentou intensa atividade nas últimas décadas e, para que tais operações fossem possíveis, foi preciso definir o valor justo desses negócios. No entanto, frequentemente o valor de venda esperado difere do valor apontado no patrimônio líquido da organização, assunto que vem causando dúvidas ao longo dos séculos, conforme citam Martins e Assaf Neto (2000), ressaltando que a avaliação patrimonial de empresas tem provocado discussões acadêmicas e profissionais ao longo do tempo, confusões conceituais, críticas quanto à relevância e à utilidade da Contabilidade, conferências, artigos, etc.

A avaliação empresarial implica a análise aprofundada da empresa, do seu histórico de resultados, do seu mercado e, principalmente, de suas perspectivas evolutivas, pois ela será objeto de investimento por outra entidade. Como afirma Barreto (1999, p. 7), “o investimento [...] diz respeito à utilidade futura do bem para o seu possuidor e verifica-se em termos da geração de benefícios futuros”.

Nesse A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para a apuração do valor de uma determinada entidade, seja ela comercial, industrial, de serviços ou ainda de investimento, que tem como intuito exercer uma atividade econômica. Existem diversos modelos e variadas técnicas, simples ou mais complexas para o apuramento do valor da empresa, residindo, no entanto, a complexidade de apuramento sobretudo nos valores subjetivos que revestem a avaliação.

Nesse sentido, o valor de uma empresa é em última análise o equilíbrio entre o que o vendedor aceita como preço perante todas as alternativas de que dispõe e o que o comprador estiver disposto a pagar, que poderá incluir além do valor de mercado esperado, o *Goodwill* envolvido na aquisição. A avaliação que considera o *goodwill* está sendo utilizada com maior frequência nos dias atuais, devido a abertura do mercado e a propagação de novos empreendedores e suas startups.

Dessa maneira, quando se compreende o processo é necessário considerar que avaliar significa apurar ou estimar o valor de determinada coisa, assim avaliar é sem dúvida um processo bastante subjetivo, pois depende de um conjunto de condicionantes alguns deles devem ser subjetivos como por exemplo: as características do avaliador, a finalidade da avaliação (compra, venda, fusão, liquidação). Além disso, o contexto econômico, social e político em que a avaliação é realizada, bem como dos diversos modelos de avaliação existentes.

Assim, o presente trabalho verifica por meio da prática e experiência profissional do autor, como uma avaliação é realizada e quais as variáveis e montantes envolvidos. Essa avaliação leva em consideração, o que já foi descrito acima e o ambiente interno e seu poder de gerar valor futuro ao acionista. Considera-se também que no mercado, é responsabilidade dos interessados um processo de investigação e auditoria nas informações da empresa que passa por este processo e que a auditoria é fundamental para confirmar os dados disponibilizados aos potenciais compradores ou investidores.

O processo de avaliação tem variações claras conforme a natureza do negócio e o tamanho da empresa, mas, basicamente, refere-se a questões de ordem financeira, contábil e fiscal, além de aspectos jurídicos societários, trabalhistas, ambientais, imobiliários, de propriedade intelectual e tecnológica. Dessa maneira tem-se o seguinte problema de pesquisa: Quais os fatores necessários para determinar o valor de uma empresa, no setor de seguros?

O trabalho está estruturado em cinco seções, está Introdução em que se apresenta a contextualização do tema tratado e apresenta o problema de pesquisa, objetivos e justificativa do estudo. A seção 2 em que se apresenta o Referencial Teórico que serve de base para análise do caso prático de avaliação. Por sua vez, a seção 3 tem como objetivo apresentar os procedimentos metodológicos, a seção 4 a apresentação e análise dos dados e por fim, a seção 5 as considerações finais e recomendações de trabalhos que podem vir a serem desenvolvidos nessa área.

## 1.2 OBJETIVOS

O objetivo deste trabalho é identificar a melhor metodologia para a mensuração do valor de uma empresa aplicada ao setor de seguros. Para isso, tem-se o seu desdobramento em objetivo geral e objetivos específicos abaixo:

- **Objetivo geral**

Analisar as principais práticas para definir o valor da empresa por meio da mensuração na área de seguros.

- **Objetivos específicos**

- (i) Identificar as principais práticas atuais para mensurar o valor de uma empresa;
- (ii) Demonstrar a metodologia aplicada na avaliação ou determinação de uma empresa prestadora de serviço;
- (iii) Apresentar uma proposta, demonstrando a metodologia para definir o valor de uma empresa do setor de seguros.

## 1.3. JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

O estudo justifica-se por tratar de diversas interpretações para as técnicas de avaliação econômico-financeira de uma empresa e suas respectivas ferramentas. Considera-se que ainda há uma lacuna teórica na área e que os autores que se dedicam ao assunto são unânimes em definir o termo avaliação de empresas como um conjunto de ferramentas para determinar o valor justo de negociação de uma empresa. No entanto, alguns indicadores apontados como métodos de avaliação de empresa não se prestam a este fim, mas sim o de proporcionar uma avaliação comparada de desempenho de resultados financeiros.

Nesse processo, devem ser consideradas variáveis objetivas e subjetivas que podem contribuir para o sucesso ou fracasso do negócio em avaliação e,

consequentemente, do seu valor venal. A inclusão de variáveis fez com que surgissem diversas e diferentes proposições metodológicas para encontrar referido valor.

Com o aumento, nos últimos anos, dos processos de fusão e aquisição, ganhou importância a discussão em torno de metodologias disponíveis para a realização de avaliação de empresas. Já há algum tempo, o número de transações envolvendo a compra – venda ou a transformação de empresas tem crescido em muitos países. Várias razões podem ser apontadas para justificar o crescimento desse tipo de transação como, por exemplo, busca de economia de escalas, aquisição de tecnologia, ampliação de participação no mercado. A despeito de toda a discussão já travada em torno do assunto, cabe observar que ainda não existem respostas “pacíficas” quando se trata de avaliar negócios.

Quanto vale a sua empresa? Essa pergunta pode surgir em diversos momentos: na hora de buscar um aporte de capital de risco, quando um sócio quer comprar as cotas de outro ou na oportunidade de vender o negócio.

Todo empresário precisa conhecer bem o perfil do seu negócio e saber quanto ele vale para atrair e conquistar investidores.

Ao saber o valor da empresa no mercado, o empresário consegue planejar-se para o futuro, identificando as melhores oportunidades para agregar valor ao seu negócio. O primeiro conceito fundamental que o empresário deve entender sobre o valor de uma empresa é que valuation, antes de qualquer estrutura financeira, é uma percepção de mercado.

Isso significa que não há exatidão no cálculo, pois essas percepções podem ser diferentes, dependendo de quem estamos falando. Ao trabalhar com as percepções que a empresa possui dos investidores e clientes, o valuation envolve o julgamento da posição que ocupa no mercado e a previsão do retorno de investimento nas ações da empresa.

Uma empresa pode ser avaliada em diversas ocasiões e por diferentes motivos: para fins contábeis, depois da realização de uma transação ou aquisição, além de processos judiciais, por exemplo, nos quais os bens precisam ser divididos.

Os responsáveis pela valuation analisam os vários componentes da empresa em questão e estimam o valor monetário dos seus ativos intangíveis, a exemplo da própria marca, do relacionamento com o cliente ou da tecnologia da empresa.

A maximização do valor de um negócio constitui-se como meta principal de gestão das empresas. Mediante esta realidade, Assaf Neto (1999) afirma que “a gestão das empresas vem revelando importantes avanços em sua forma de atuação, saindo de uma postura convencional de busca do lucro e rentabilidade para um enfoque preferencialmente voltado à riqueza dos acionistas”.

Diferentes métodos de avaliação podem conduzir a diferentes resultados. Isso ocorre em função dos diferentes métodos apresentarem diferentes dados para sua operacionalização. Os pressupostos para seus usos também são diferentes, abordando o problema de formas diferentes. Enquanto alguns métodos concentram seus cálculos nos elementos patrimoniais, outros consideram a geração futura de resultados da empresa.

O presente trabalho tende a apresentar um estudo de caso com as metodologias e técnicas de avaliação de empresas disponíveis na literatura atual. Cabe salientar que através de pesquisa realizada em teses e artigos, baseados na literatura disponível, ficou evidenciado, que não existe um consenso por partes dos autores em relação a métrica ou metodologia utilizada, principalmente, ocorre que, em função de cada método utilizar dados diferentes apresentam inúmeros resultados para sua operacionalização. Os pressupostos para seu uso também são diferentes, abordando o problema de formas diferentes. Enquanto alguns métodos concentram seus cálculos nos elementos patrimoniais, outros consideram a geração futura de resultados da empresa.

Talvez a discussão não deva ser no sentido de identificar qual o melhor método, e sim em encontrar os pontos fortes e fragilidades de cada um e rumar para a complementariedade entre métodos, não a exclusividade.

## **2. REFERENCIAL TEORICO**

A presente seção visa apresentar a base teórica acerca do objeto de pesquisa proposto que visa analisar as principais práticas para definir o valor da empresa por meio da mensuração na área de seguros. Para isso, primeiramente é retratado o histórico do setor de seguros no Brasil e a seguir as fusões e aquisições neste setor e algumas transações no contexto nacional brasileiro. Em seguida, é realizada a revisão acerca dos métodos de avaliação de empresas.

### ***2.1 Setor de Seguros***

#### ***2.1.1 Histórico do Setor de Seguros no Brasil***

A atividade seguradora no Brasil teve início com a abertura dos portos ao comércio internacional, em 1808. A primeira sociedade de seguros a funcionar no país foi a "Companhia de Seguros BOA-FÉ", em 24 de fevereiro daquele ano, que tinha por objetivo operar no seguro marítimo.

Neste período, a atividade seguradora era regulada pelas leis portuguesas. Somente em 1850, com a promulgação do "Código Comercial Brasileiro" (Lei nº 556, de 25 de junho de 1850) é que o seguro marítimo foi pela primeira vez estudado e regulado em todos os seus aspectos.

O advento do "Código Comercial Brasileiro" foi de fundamental importância para o desenvolvimento do seguro no Brasil, incentivando o aparecimento de inúmeras seguradoras, que passaram a operar não só com o seguro marítimo, expressamente previsto na legislação, mas, também, com o seguro terrestre. Até mesmo a exploração do seguro de vida, proibido expressamente pelo Código Comercial, foi autorizada em 1855, sob o fundamento de que o Código Comercial só proibía o seguro de vida quando feito juntamente com o seguro marítimo. Com a

expansão do setor, as empresas de seguros estrangeiras começaram a se interessar pelo mercado brasileiro, surgindo, por volta de 1862, as primeiras sucursais de seguradoras sediadas no exterior.

Estas sucursais transferiam para suas matrizes os recursos financeiros obtidos pelos prêmios cobrados, provocando uma significativa evasão de divisas. Assim, visando proteger os interesses econômicos do País, foi promulgada, em 5 de setembro de 1895, a Lei nº 294, dispondo exclusivamente sobre as companhias estrangeiras de seguros de vida, determinando que suas reservas técnicas fossem constituídas e tivessem seus recursos aplicados no Brasil, para fazer frente aos riscos aqui assumidos.

Algumas empresas estrangeiras mostraram-se discordantes das disposições contidas no referido diploma legal e fecharam suas sucursais.

O mercado segurador brasileiro já havia alcançado desenvolvimento satisfatório no final do século XIX. Concorreram para isso, em primeiro lugar, o Código Comercial, estabelecendo as regras necessárias sobre seguros marítimos, aplicadas também para os seguros terrestres e, em segundo lugar, a instalação no Brasil de seguradoras estrangeiras, com vasta experiência em seguros terrestres.

Em 1966, através do Decreto-lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, foram reguladas todas as operações de seguros e resseguros e instituído o Sistema Nacional de Seguros Privados, constituído pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP); Superintendência de Seguros Privados (SUSEP); Instituto de Resseguros do Brasil (IRB); sociedades autorizadas a operar em seguros privados; e corretores habilitados.

O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) - órgão responsável por fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados; é composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente), representante do Ministério da Justiça, representante do Ministério da Previdência Social, Superintendente da Superintendência de Seguros Privados, representante do Banco Central do Brasil e representante da Comissão de

Valores Mobiliários. Dentre as funções do CNSP estão: regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao SISP, bem como a aplicação das penalidades previstas; fixar as características gerais dos contratos de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro; estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro; prescrever os critérios de constituição das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, com fixação dos limites legais e técnicos das respectivas operações e disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor.

Ao assumir riscos, as seguradoras buscam garantias para honrar seus compromissos em caso de perdas. Por isso, elas repassam às resseguradoras parte da responsabilidade – e dos prêmios.

Existem inúmeras vantagens nessa pulverização, como o aumento da capacidade de absorção de riscos, a manutenção da saúde financeira das seguradoras, a proteção para catástrofes, a transferência de conhecimento no setor, entre outras.

O resseguro é, portanto, uma atividade que traz segurança para todas as partes envolvidas e tem papel fundamental na viabilização de grandes projetos, contribuindo de maneira imprescindível para o desenvolvimento econômico.

Entre meados da década de 70 e fins da década de 80, o mercado de seguros, previdência privada e capitalização se encontrava estagnado. Inflação elevada, regulação inibidora da competição e cultura nacional desacostumada com os seguros constituíam os principais entraves. De 1990 para cá, o mercado mudou bastante.

Os governos concederam às seguradoras maior liberdade de fixação de preços e demais condições das apólices, diversas companhias internacionais passaram a operar no Brasil, a oferta de produtos se diversificou e a maior concorrência trouxe benefícios para os consumidores na forma de queda de prêmios. Com as reformas dos primeiros anos da década de 90, teve início um período de



crescimento que foi ainda mais acentuado depois do sucesso da estabilização monetária de 1994 que acabou com a hiperinflação. Os principais indicadores do mercado segurador mais que dobraram: a receita anual com prêmios de seguros e contribuições a planos de previdência passou de US\$ 32 por habitante, em 1990, para US\$ 338 em 2015 e o quociente dessa receita contra o PIB subiu de 1,2% para 3,9% no mesmo período (excluída saúde suplementar).

Em 2015, o referido mercado arrecadou R\$ 363,1 bilhões em prêmios diretos de seguros, saúde suplementar, contribuições previdenciárias e em títulos de capitalização, o que significou 6,1% do PIB. Tais prêmios e contribuições serviram para incrementar provisões que se elevaram a R\$ 652,1 bilhões, o que significou 11,0% do PIB. As provisões também garantiram o pagamento de indenizações de sinistros, benefícios assistenciais e resgates de planos previdenciários e de capitalização no valor de R\$ 245,1 bilhões, em 2015 (4,2% do PIB). A importância do setor ultrapassa, em muito, a expressão numérica.

Com efeito, a vida cotidiana, como a conhecemos desde a Revolução Industrial, seria impossível sem os seguros. As empresas não poderiam aceitar riscos como fazem presentemente, portanto, seus investimentos seriam severamente restringidos e, com eles, a expansão futura das economias. Mercados inteiros entrariam em colapso: basta imaginar o que ocorreria com a venda de automóveis, com o mercado de crédito e com o comércio exterior se não houvesse o apoio dos seguros.

A indústria de seguros, crescentemente, suplementa o Estado no fornecimento de serviços cruciais nas áreas de saúde e de seguridade social e, ao fazer isso, permite que o Estado concentre atenção e recursos no atendimento às necessidades da população. De acordo com a Constituição, o provimento público deve ser realizado por uma rede hierarquizada e regional que constitui o Sistema Único Saúde (SUS). Ainda a respeito do provimento de serviços de saúde, a Constituição define o sistema de saúde privado como complementar ao SUS, cuja

assistência à saúde é declarada livre e ocorre mediante um contrato direto público ou convênio (Andrade e Lisboa, 2001).

Dessa forma, o Sistema Brasileiro de Saúde é considerado de caráter misto, sendo que o setor privado participa em proporção significativa do provimento e financiamento da oferta de bens e serviços de saúde. O sistema de saúde privado atuou principalmente como ofertante de serviços médicos para o setor público até meados dos anos 1980. Após esta data, o setor de medicina privado passa a exercer um papel complementar ao sistema público no mercado de saúde brasileiro. Entre os anos de 1987 e 1994, o setor privado de saúde brasileiro expandiu sua cobertura de 24,4 milhões de beneficiários a 42,3 milhões, elevação da ordem de 73%, exercendo, cada vez mais, um papel complementar ao sistema público de saúde.

Ainda que a Constituição do Brasil definisse o papel do setor privado no provimento de bens e serviços de saúde, a regulação sobre este setor não foi concebida no desenho do Sistema Nacional de Saúde em 1988. Somente a partir de 1998, por meio da lei 9.656, é que o governo propõe uma intervenção direta no setor de saúde suplementar brasileiro com a criação da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), com o intuito de realizar a fiscalização financeira e a regulamentação dos planos e seguros de saúde.

Seguro garantia – setor público: define-se como o seguro que objetiva garantir o fiel cumprimento das obrigações assumidas pelo tomador perante o segurado em razão de participação em licitação, em contrato principal pertinente a obras, serviços, inclusive de publicidade, compras, concessões ou permissões no âmbito dos Poderes da União, estados, do Distrito Federal e dos municípios. Ou ainda, garante as obrigações assumidas em função de: processos administrativos; processos judiciais, inclusive execuções fiscais; parcelamentos administrativos de créditos fiscais, inscritos ou não em dívida ativa; e regulamentos administrativos.

Encontram-se também garantidos por esse seguro os valores devidos ao segurado, tais como multas e indenizações, oriundos do inadimplemento das obrigações assumidas pelo tomador, previstos em legislação específica, para cada

caso. Seguro garantia – setor privado: define-se como o seguro que objetiva garantir o fiel cumprimento das obrigações assumidas pelo tomador perante o segurado no contrato principal firmado em âmbito distinto do mencionado no setor público. A conclusão e entrega de obras públicas ou privadas ou da fabricação / fornecimento de materiais ou de prestação de serviços estão garantidas com esse tipo de seguro.

Os contratos especificam as obrigações e direitos do segurado (dono da obra e beneficiário da apólice) e do tomador (responsável pela construção, pelo fornecimento de bens ou pela prestação de serviços). Valores segurados elevados são característicos do seguro garantia e geralmente representam o valor máximo nominal garantido pela apólice, o que implica resseguro obrigatório. Com a cobertura desse seguro são menores as exigências na concessão de financiamento para execução de obras, fabricação de bens e prestação de serviços – muitas vezes superior ao patrimônio da empresa contratada.

Ao emitir a apólice, a seguradora se torna corresponsável pelo fiel cumprimento do contrato principal, o qual especifica as obrigações e direitos do segurado (dono da obra e beneficiário da apólice) e do tomador (responsável pela construção, pelo fornecimento de bens ou pela prestação de serviços). No caso de inadimplência ou insolvência do tomador, o seguro garantirá a substituição da empresa contratada por outra ou o pagamento dos prejuízos ocorridos, até o valor da importância segurada pela apólice. Dessa forma, a conclusão do projeto está garantida, porque a cobertura é contratada até a assinatura do termo de entrega por parte do comprador.

### ***2.1.2 Fusões e Aquisições no Setor de Seguros***

Previsão consta de estudo da KPMG internacional sobre comportamento mundial do setor de seguros. De acordo com o novo relatório divulgado pela KPMG International confirma o apetite redobrado do mercado segurador mundial por aquisições e fusões neste ano. Segundo o estudo, 84% das companhias de seguros

pesquisadas planejam efetuar entre uma e três aquisições em 2017. Em contrapartida, 94% programam pelo menos uma alienação. O estudo afirma também que dois terços das seguradoras esperam realizar ainda uma aquisição transfronteiriça no decorrer do ano.

Para 33% das seguradoras, a transformação do modelo de negócios será o principal impulsionador das compras em 2017. A mesma taxa percentual pretende melhorar seu operacional, alterando seu modelo de negócios. “As seguradoras estão claramente com fome de boas oportunidades de M & A (fusões e incorporações). Eles estão focados em transformar seus negócios e modelos operacionais e, mesmo com incertezas geopolíticas, estão procurando agressivamente negócios que podem ajudar a atingir seus objetivos”, afirma Ram Menon, parceiro global, Advisory Deal com KPMG nos EUA, por meio de comunicado.

As parcerias também são vistas positivamente para a transformação operacional- 87% das seguradoras indicam que irão se associar para novas capacidades operacionais, enquanto 76%, para ter acesso à nova infraestrutura tecnológica.

Cerca de 200 tomadores de decisão de seguros global foram ouvidos. E os EUA são identificados como o principal destino para aquisições, seguido pela China. Mas regionalmente, a Ásia-Pacífico domina, com 47% olhando para a região em busca de aquisições, mais do dobro da porcentagem para a América do Norte. Já a Europa Ocidental é vista como a maior oportunidade de alienação.

Apesar da necessidade estratégica de transformação do negócio, o relatório acha que muitas seguradoras continuam a adotar uma abordagem oportunista para aquisições e fusões. Tanto que apenas 47% das seguradoras com equipes de M & A dedicadas dizem que seus objetivos de identificação do negócio estão alinhados à sua estratégia corporativa. 37% admitem sua abordagem para fazer negócios ainda é em grande parte reativa. As organizações de seguros precisam fazer investimentos que proporcionem uma estratégia de longo prazo para a organização. E é aí que estarão os grandes desafios. O relatório assinala que as seguradoras estão tomando

uma série de caminhos para garantir transações transformadoras. Capital de risco corporativo, em particular, está ganhando força, com 62% das seguradoras dizendo que eles já estão ativos ou atualmente criando uma capacidade de venture corporativa como uma forma de construir capacidades técnicas. Mais de um quarto dos fundos de capital de risco existentes reivindicam mais de US \$ 1 bilhão em fundos alocados.

Neste ambiente, a chave para o sucesso é alinhar os modelos financeiros, empresariais e operacionais para que você possa obter clareza sobre os mercados e geografias em que você quer jogar e como você vai ganhar. Também deve estar preparado para analisar suas capacidades nas áreas de due diligence e segmentação, a fim de entender como extrair o máximo valor a médio prazo e como as capacidades do alvo complementar o seu próprio.

### ***2.1.3 Algumas transações no Brasil***

Pelo menos desde 2011 temos transações importantes envolvendo companhias estrangeiras, como foi o caso da união entre a seguradora do Banco do Brasil com a Mapfre. No ano seguinte, em 2012, o grupo segurador registrou uma alta de 19,1% na arrecadação de prêmios, ou seja, R\$ 884 milhões em prêmios. Porém, acredita-se que o crescimento das negociações no ramo de seguros aumentou após a venda do ramo da instituição bancária responsável pela carteira de grandes riscos, o Itaú Seguros e Soluções Corporativas, para a ACE Seguradora, em 2014, por cerca de R\$ 1,5 bilhão.

Na ocasião o Itaú afirmou que a venda fazia parte da estratégia da companhia de focar seus trabalhos para a venda de seguros massificados, já que a Itaú Soluções Corporativas, empresa vendida, conduzia operações de alto risco com apólices de valores bastante elevado. Já em 2015, a Axa Corporate Solutions também comprou da SulAmérica sua carteira de grande risco, a SulAmérica Companhia de Seguros Gerais, por um valor de operação de R\$ 135,2 milhões. Com isso, a Axa passou a ter

uma carteira de grande risco do segmento de ramos elementares. Em janeiro de 2016, já se falava da busca da Bradesco Seguros por um parceiro internacional para formar uma joint venture. As empresas mais cotadas para fechar o negócio eram a HDI, de origem alemã, e a Swiss Re, seguradora suíça. Pois em outubro de 2016, a Bradesco fechou o negócio de seguro de grande risco com a Swiss Re.

Na transação, o banco transferiu para a seguradora sua carteira de grande risco, estimado em R\$ 750 milhões de prêmios, em troca recebeu ações da companhia. Com a operação a Swiss Re dobrou o tamanho de suas operações no Brasil. Estes tipos de transações importantes também ocorrem entre corretoras. No fim de 2015, por exemplo, a maior corretora de capital fechado no mundo, a americana Lockton, comprou a brasileira Vis. Com a compra, a Lockton cresceu em 15% no mercado, além de agregar clientes corporativos e mais de R\$ 70 milhões em prêmios.

## **2.2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

A globalização e a abertura dos mercados fizeram com que as organizações sofressem mudanças para se adaptarem ao novo quadro mundial. Neste sentido, a competitividade é considerada um fator determinante, os sistemas de medição de desempenho se tornaram indispensáveis. A mensuração de desempenho é definida por Neely (1998) como sendo “o processo de quantificar a eficiência e a efetividade de ações passadas, através da aquisição, coleta, classificação, análise, interpretação e disseminação dos dados apropriados”.

Ao final desta trajetória, os sistemas de medição fornecem o grau de evolução, estagnação ou involução dos processos e atividades das empresas sob análise, gerando informações importantes e a tempo de que as ações preventivas e/ou corretivas sejam tomadas. Como o progresso da empresa é monitorado através destes sistemas, seus eventuais erros são corrigidos, aumentando as possibilidades de que estas conquistem suas metas e objetivos.

A necessidade da aplicação da avaliação empresarial ou valuation ocorre em diversos momentos, convergindo todos no objetivo único de definir um valor justo para a negociação. Damodaran (2009) afirma que a avaliação empresarial é de grande utilidade na avaliação e gestão de carteiras, na análise de aquisições e em finanças corporativas. Goulart (1999, p. 58) reforça essa utilidade quando afirma que ela auxilia:

[...] na compra ou venda de uma empresa; nos estudos de viabilidade de associações de interesses da empresa; numa expropriação legal; numa partilha entre herdeiros; na determinação das participações sociais; na fusão de duas ou mais empresas; na cisão de uma empresa no todo ou em partes; no aporte parcial em bens de uma empresa para outra; no aumento ou diminuição do capital; numa eventual conversão da dívida de um país em ações ou participações em empresas; na privatização de estatais e numa dissolução societária.

O objetivo ao avaliar uma empresa é alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e vendedores. Não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados.

Vários modelos de avaliação podem ser utilizados; todavia, o objetivo da avaliação e o objeto avaliado definem o melhor modelo de avaliação. Cunha e Lapeña (2007) afirmam que, independentemente dos modelos utilizados, o valor não será exatamente preciso, mas sim uma predição do valor de mercado. Martins (2000) e Penman (2005) esclarecem que, independentemente da quantidade de metodologias de avaliação existentes, todas devem convergir para um mesmo valor

A avaliação de uma empresa normalmente se inicia pelas demonstrações contábeis. No Brasil, graças a enorme carga tributária atribuída em uma empresa, a grande maioria dos balanços, não reflete o valor econômico de um empreendimento.

O conjunto de demonstrações contábeis pode ser ajustado para aproximar-se do valor econômico da entidade. Os ajustes típicos envolvem a depreciação, estoque, ativos intangíveis, leasing e outros itens patrimoniais.

Entre os aspectos que dificultam a utilização das demonstrações contábeis para a obtenção de razoável aproximação do valor econômico de uma empresa destacamos os seguintes: Os relatórios contábeis normalmente se baseiam em custos históricos afastados dos valores correntes; Alguns itens, principalmente as contas a receber, estão por seu valor futuro, quando o adequado seria o valor presente; O conservadorismo tende a subestimar os valores dos ativos; Existem várias operações relevantes que normalmente não são registradas (off-balance sheet), tais como: arrendamento mercantil, posições em derivativos, garantias, goodwill, caixa dois, etc.

Existem vários modelos de avaliação de empresas, devendo sua escolha considerar o propósito da avaliação e as características próprias do empreendimento. Eles podem ser classificados da seguinte forma:

- i) Técnicas comparativas de mercado;
- ii) Técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados; e
- iii) Técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios (geralmente, caixa).

Cada uma dessas categorias compreende vários modelos. Para o avaliador, o grande desafio consiste em escolher o mais apropriado e atentar para suas limitações. Os modelos baseados no mercado procuram aferir o valor do empreendimento por meio da comparação com empresas similares transacionadas no mercado.

Os baseados em ativos e passivos contábeis ajustados visam alcançar o valor econômico do empreendimento com base na conversão para o valor de mercado dos itens evidenciados nas demonstrações contábeis.



Já os modelos que descontam os fluxos futuros de benefícios partem da premissa de que o valor da entidade deve ser auferido com base em sua potencialidade de geração de riqueza.

Na prática, o avaliador geralmente aplica vários modelos e pondera seus resultados para o caso concreto. Isso favorece a identificação de um valor que represente uma adequada aproximação do Valor Econômico da Empresa.

Sugere ASSAF NETO (2017), algumas etapas no processo de avaliação de uma empresa. Deve-se pegar o aspecto histórico da empresa, seus pontos fortes e fracos, análise macroeconômica, seleção do método de avaliação e as projeções dos resultados econômicos, tempo futuro, equilíbrio da empresa o risco e o custo de capital.

Esses aspectos abordados por Assaf Neto (2017), podemos dizer que são os métodos mais utilizados na avaliação de empresas, porém, um outro autor nos traz algumas verdades, que no mínimo, são interessantes para o estudo sobre avaliação de empresas. Damodaran (2011), diz que com muita frequência, as avaliações são muito tendenciosas, utilizando métodos e critérios a serem adotados.

Então os vieses desse processo, pode ser que as informações obtidas tendem a ser maquiadas ou não melhor interpretadas. Existem também, outro fator que influencia nas informações, são os analistas profissionais, que, costumam a emitir relatório com mais recomendação de compra do que a venda, esses são pontos que Damodaran (2011) interpreta como fatores institucionais, pois neles existem valores como a “estrutura de recompensa” a descoberta de empresas subavaliadas ou sobreavaliadas.

Martelanc et al. (2005) consultaram 29 profissionais da área de fusões e aquisições e private equity, dos principais bancos de investimento e consultorias financeiras do Brasil, e constataram que os modelos baseados no fluxo de caixa descontado são os mais utilizados, seguido pelos múltiplos ou avaliação relativa, e a terceira maior utilização coube aos modelos baseados no valor patrimonial ou contábil.

Assim, por serem os mais utilizados, os modelos baseados no valor contábil patrimonial e no fluxo de caixa descontado servirão de base para o estudo investigativo visando responder à questão central desta pesquisa.

### **2.2.1 VALOR EM CONTINUIDADE**

Admite-se que uma empresa funciona de forma continuada, com duração ilimitada, sem intenção nem necessidade de encerrar, nem diminuir a sua atividade, partindo do princípio de que é viável. Os valores intrínseco e fundamental, pressupõem o normal funcionamento da empresa, enquanto que o seu valor de liquidação indicaria o seu valor à data de alienação se tal situação se verificasse.

ASSAF NETO (2017) supõe que a empresa continuará em atividade, e sendo demonstrado através do seguinte cálculo:

$$VALOR\ RESIDUAL = \frac{FLUXO\ DE\ CAIXA\ DISPONÍVEL\ (N + 1)}{K - g}$$

Onde:

$N + 1$  = período imediatamente seguinte ao final do período explícito;

$K$  = taxa de desconto adotada;

$G$  = taxa de crescimento estimado dos fluxos de caixa.

### **2.2.2 VALOR DE LIQUIDAÇÃO**

O valor de liquidação é aquele que a empresa tem caso seja necessário proceder à sua liquidação ou no caso do seu valor de mercado ser inferior ao valor dos ativos deduzidos do passivo, tornando-se mais interessante para o investidor.

Este valor tenderá a ser menor quanto maior for a urgência na venda e menor for o poder de decisão do vendedor.

### 2.2.3 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Um múltiplo é nada mais que uma simples relação entre o preço de uma ação e outra variável de negócio, como lucro, liquidez, risco, valor patrimonial, etc. Ao se criar um múltiplo, o valor de uma empresa é confrontado com outras informações chave de seu negócio para identificar oportunidades de investimento. Para entender melhor como é possível analisar uma empresa baseando-se nestes índices, apresentamos três dos principais múltiplos utilizados no mercado:

**Quadro 1 – Principais índices múltiplos no mercado**

	<b>PREÇO/LUCRO POR AÇÃO (índice P/L)</b>	<b>PREÇO/VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO (P/P.L)</b>	<b>VALOR FIRMA/EBITDA</b>
<b>O QUE DIZ</b>	Quanto anos preciso para recuperar o capital na compra da ação através do lucro gerado	Para cada R\$ 1,00 de Patrimônio Líquido, quanto tenho de valor de mercado.	Quanto anos preciso para adquirir a firma através de sua geração de resultado operacional
<b>COMO UTILIZAR</b>	Empresas com baixo índice tendem a estar desvalorizadas	Espera que o Índice seja acima de 1. Do contrário, a empresa vale menos do que a	Sendo o EBITDA tal índice, é amplamente utilizado em processos de fusões e aquisições internacionais, uma

		soma de seus ativos em valores correntes.	vez que possibilita comparar de maneira adequada empresas de países com diferentes taxas de juros
--	--	---	---

Fonte: Dados da pesquisa

## 2.2.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O fluxo de caixa descontado é um método para avaliar a riqueza econômica de uma empresa dimensionada pelos benefícios de caixa a serem agregados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos provedores de capital.

O Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o mais utilizado para avaliação de empresas e considerado o mais importante, pois considera a empresa como entidade viva, que tem continuidade (“going concern”) e determina seu valor intrínseco.

O FDC avalia a empresa através da determinação do valor das operações (VO) acrescido do valor de continuidade (VC), menos os valores de seus débitos e outros direitos de terceiros, que superem o patrimônio líquido.

O valor das operações (VO) é determinado pelo valor presente dos excedentes de caixa futuros. O fluxo de caixa, que permite calcular os excedentes, é obtido pelo lucro operacional da operação depois de impostos acrescidos de passivos não onerosos (depreciação, etc.), menos investimentos em capital de giro, propriedades, instalações físicas, equipamentos e outros ativos.

Este método de cálculo de fluxo de caixa (“FREE CASH FLOW”) é o mais adequado para modelos de avaliação porque reflete o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa disponível aos provedores de capital.

O método do fluxo e caixa descontado está fundamentado na ideia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e à de épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição. Portanto, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que será gerado no futuro pelo negócio, o qual é trazido ao seu valor presente para refletir o tempo e o risco associados a distribuição.

Segundo Assaf Neto (2ª edição, 2011, p. 740), na avaliação econômica de investimentos, o método do Fluxo de Caixa Descontado (FDC), é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico. Esse método de cálculo de valor está voltado para apuração da riqueza absoluta do investimento – valor presente de um fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperado no futuro, estando perfeitamente consistente com o objetivo enunciado das finanças corporativas de maximização do valor da empresa. Em resumo, pode-se colocar que uma empresa é avaliada pelos princípios fundamentais inseridos no método do fluxo de caixa descontado.

Princípios Fundamentais do Fluxo de Caixa Descontado, segundo o autor:

- a) A avaliação do investimento é processada com base nos resultados (fluxos) de caixa previstos de ocorrerem no futuro;
- b) O risco é incorporado na avaliação econômica de investimento, respeitada as preferências do investidor com relação ao conflito risco-retorno;
- c) A decisão identifica, ainda, o valor presente do ativo com base na taxa de desconto apropriada a remunerar os proprietários de capital.

O método de Fluxo de Caixa Descontado incorpora o pressuposto de que um investidor somente abre mão de um consumo atual em troca de um consumo maior no futuro, levando em consideração o conceito do valor do dinheiro no tempo. A taxa de atratividade definida para a avaliação econômica é a que proporciona um retorno esperado às várias fontes de capital, de maneira a remunerar inclusive o risco assumido.

#### **2.2.4.1 ENFOQUE ACIONISTA**

O Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE) = Free Cash Flow to Equity, é a análise da empresa pela ótica do investidor. Neste caso as estruturas dos fluxos de caixa devem conter todos os financiamentos.

Neste caso os fluxos devem ser descontados pelo custo do capital próprio do investidor (empresa ou acionista) –  $K_e$  – determinado mais comumente pelo CAPM (Capital Asset Price Model).

O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF) = Free Cash Flow to Firm, é a análise da empresa pela ótica desta, como capacidade própria, sem considerar os endividamentos. Esses fluxos devem ser descontados pelo Custo Médio Ponderado de Capital - WACC – (Weighted Average Cost of Capital).

Nas duas abordagens FCFE x FCFF o importante é perceber que as utilizações de taxas de descontos não compatíveis com a análise que está sendo feita no momento, podem distorcer os valores de avaliação. A seleção da taxa de desconto deve obedecer a técnica conhecida como “WACC – Weighted Average Cost of Capital”.

Por consistência com a definição de fluxo de caixa, a taxa de desconto deve refletir o custo de oportunidades aos investidores, obtidas em aplicações financeiras em títulos de longo prazo, acrescida dos fatores de risco correspondente ao mercado em que a empresa atua, além de outros fatores, como custos de capital e suas fontes, analisados caso a caso.

Uma consideração adicional na avaliação de empresas pelo FCD é o período de projeções utilizado, uma vez que uma empresa, em geral, tem vida indefinida. O período fixo de projeções, em geral de 5 a 10 anos, dependendo das características da empresa, é seguido pelo período de continuidade, uma vez que não se espera que a empresa se encerre após o período pré-determinado.

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A pesquisa dos modelos disponíveis e sua aplicabilidade à avaliação do objeto de estudo foram feitas através de uma abordagem qualitativa da aplicação do método hipotético-dedutivo, onde após levantamento do referencial teórico procurou-se aplicar cada ferramenta e, em alguns casos, falsear tecnicamente seus enunciados para o caso específico, para então propor uma modelagem específica de valoração.

Segundo MARCONI; LAKATOS (2000: 53-90), o método hipotético-dedutivo é uma evolução do método dedutivo, e consiste em formular, em primeiro lugar, um problema e uma conjectura, que serão testados pela observação e experimentação.

Buscando embasamento teórico para compor uma modelagem de avaliação de empresas que possa ser aplicada ao tipo de empresa em questão, identificando aspectos dessa modelagem que possam comprometer os resultados obtidos.

#### **3.1 TIPOLOGIA QUANTO AOS OBJETIVOS**

Visando os objetivos do estudo, será desenvolvida uma pesquisa de natureza exploratória e descritiva, por meio de técnicas que possibilitaram uma aproximação do problema, buscando assim ter um maior conhecimento sobre o assunto.

### **3.2 TIPOLOGIA QUANTO AO PROBLEMA DE PESQUISA**

Nesta pesquisa a abordagem do problema terá um enfoque qualitativo, abordando situações em diferentes aspectos, referente à natureza, mensuração, evidenciação, conformidade com a legislação e impactos na empresa.

### **3.3 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO À ABORDAGEM DOS PROCEDIMENTOS**

Quanto ao procedimento do estudo será realizada pesquisa bibliográfica e documental aparte de materiais já elaborados, tais como livros e artigos científicos.

### **3.4 COLETAS DE DADOS DOS DADOS E INFORMAÇÕES**

Os objetivos específicos serão abordados pela técnica da pesquisa bibliográfica, segundo os indicadores da área econômico-empresarial.

Cada autor utilizou metodologias variadas, mas em toda a pesquisa, o que mais foi utilizado e aventado foi o método de Fluxo de Caixa, mas, que ao longo deste trabalho, explicaremos cada um dos métodos e demais cálculos que influenciam as tomadas de decisão das empresas.

- (i) Realização de buscas em artigos, teses e outros trabalhos, será apresentado os mais conhecidos e mais utilizados métodos de avaliação de empresas;
- (ii) Apresentação das métricas e métodos mais utilizados, explicando cada métrica ou método utilizado para a melhor formação de valor, aplicado ao setor de seguros;

Definindo um método que mais se adequa ao setor de seguros, bem como ao setor de serviços financeiros.



#### **4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS**

A empresa que utilizaremos é uma seguradora líder há 19 anos no mercado de seguimento de seguro garantia (explicado anteriormente), atualmente, atua no Brasil e América Latina. Fazem parte de um dos maiores grupos empresariais do Paraná, e em 2010 firmamos uma das parcerias de maior repercussão no mercado de seguros, a joint venture com a gigante americana líder mundial em Seguro Garantia.

Entretanto, a dificuldade está em estimar parâmetros para essa tipo de corporação, além de se encontrar grandes desafios, tais como: como medir o risco, a falta da existência de um modelo e a dificuldade de se estimar o “beta” setorial, sendo que uma das formas é o de usar o “beta” setorial médio de empresas do setor, comparáveis à empresa, objeto de avaliação. referenciado em empresas de capital aberto citadas em Bolsa de Valores.

Iremos seguir com esse trabalho, com uma abordagem mais simples e pratica como Damodaran (2011) traz que de regra geral, quanto mais itens para analisar, menos peso será atribuído a avaliação.

Corroborando com as ideias de Damodaran (2011), utilizaremos os modelos mais simples possíveis, pois quanto menos inputs, mais assertivo será o processo de avaliação.

Segundo Assaf Neto (2017), os métodos de avaliação produzem segundo seus pressupostos e metodologias, estimativas do valor da empresa. O autor realça que, por mais rigorosas que sejam os critérios de avaliação, o valor encontrado é entendido

como um valor estimado, e não um valor definitivo (inquestionável) da empresa e, portanto, exposto a vieses. A estimação do valor de mercado de ativos de capital, também denominado de apreçamento de ativos, é desenvolvida a partir de pressupostos presentes em todos os modelos de avaliação.

Segundo Damodaran, (2004, p. 611), o valor de uma empresa é determinado por quatro fatores. O primeiro deles se refere à geração de fluxos de caixa. Trata-se da capacidade de gerar fluxos de caixa a partir dos ativos já instalados. Dessa forma, os ativos instalados são aqueles ativos da empresa que já foram criados e que correspondem a um componente significativo do valor da empresa e reflete expectativas sobre futuros investimentos.

Portanto, deve-se não apenas mensurar os fluxos de caixa dos investimentos atuais, mas também se deve estimar o valor esperado dos investimentos futuros. O segundo fator se refere à Taxa de crescimento esperada desses fluxos de caixa. O crescimento esperado no lucro operacional é um produto da Taxa de reinvestimento de uma empresa, isto é, a proporção do lucro operacional pós-imposto de renda que é investida em despesas de capital líquido e capital de giro não monetário, e a qualidade desses reinvestimentos, mensurada como o retorno sobre o capital investido.

Em seguida o autor defende que tempo transcorrido até a empresa alcançar o crescimento estável é um fato relevante. Todas as empresas irão, em última análise se tornar empresas de crescimento estável porque o alto crescimento torna as empresas maiores e o tamanho da empresa irá, eventualmente, tornar-se uma barreira para o crescimento mais alto. O último fator se refere ao custo de capital. O lucro operacional é o lucro dos ativos operacionais, e o custo de capital mensura o custo de financiar esses ativos.

Quando os fluxos de caixa operacionais são descontados para o presente, avaliam-se os ativos operacionais da empresa. As empresas, no entanto, muitas vezes têm montantes significativos de caixa e títulos mobiliários em seus lançamentos

contábeis. O valor desses ativos deve ser adicionado ao valor dos ativos operacionais, para se chegar ao valor da empresa.

Nessa linha, deve-se destacar que o valor justo (*fair value*) de uma empresa pode ser entendido como o valor máximo que um comprador está disposto a pagar e, ao mesmo tempo, o valor mínimo que o vendedor aceitaria realizar a venda. É nessa conjugação de interesses conflitantes que os processos de avaliação de empresas (*valuation*) são estabelecidos. Tais processos representam o valor potencial de um negócio em função de uma expectativa de geração de resultados futuros, os quais devem ser descontados empresa é o valor presente do que ela é capaz de produzir de benefícios de caixa no futuro (Assaf Neto, 2017).

#### **4.1 Balanço Patrimonial**

Através da análise das demonstrações contábeis extraem-se informações relevantes sobre a situação patrimonial e resultados das empresas. A demonstração contábil apresenta os resultados da atuação da administração na gestão da entidade e sua capacitação na prestação de contas quanto aos recursos que lhe foram confiados.

O Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício são informações contábeis obrigatórias previstas pela (Constituição Federal; Lei das S/A; Lei da Recuperação Judicial; Normas do CFC, etc.), aqui lembramos especialmente das NBC's e dos artigos 1.179 e 1.180 da lei nº 10.406/2002 (CC).

Por meio das demonstrações contábeis é possível conhecer a estrutura de uma empresa, pois, o Balanço Patrimonial é composto pelas seguintes contas: No Ativo Circulante encontramos as contas de bens e direitos da empresa; Disponibilidades, Estoques, direitos a receber e outros. O grupo de "Não Circulante" deverá ser desdobrado em ativo realizável a longo prazo, investimentos, ativo imobilizado e ativo intangível. No Passivo Circulante encontra-se as Obrigações de curto prazo; No Passivo Não Circulante encontramos as obrigações de Longo Prazo, Patrimônio

Líquido da empresa. A demonstração de resultados demonstra suas receitas e despesas e seus lucros acumulados.

Segundo Matarazzo, (2010, p. 26), o Balanço Patrimonial é a demonstração que apresenta todos os bens e direitos da empresa – Ativo -, assim como as obrigações – Passivo Exigível – em determinada data. A diferença entre Ativo e Passivo é chamada Patrimônio Líquido e representa o capital investido pelos proprietários da empresa. A Demonstração do Resultado do Exercício é uma demonstração dos aumentos e reduções causadas no Patrimônio Líquido pelas operações da empresa.

<b>ATIVO</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>
<b>CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 1.216.252</b>	<b>R\$ 697.158</b>
Disponível	R\$ 2.163	R\$ 3.187
Caixa e Bancos	R\$ 2.163	R\$ 3.187
Aplicações	R\$ 637.597	R\$ 154.221
<b>Crédito das Oper. Seguros e Resseguros</b>	<b>R\$ 186.728</b>	<b>R\$ 206.110</b>
Premios a receber	R\$ 156.374	R\$ 184.341
Operações com seguradoras	R\$ 6.516	R\$ 3.244
Operações com resseguradoras	R\$ 5.697	R\$ 270
Outros créditos operacionais	R\$ 18.141	R\$ 18.255
<b>Ativos de Resseguro - provisões técnicas</b>	<b>R\$ 344.648</b>	<b>R\$ 291.069</b>
<b>Títulos e créditos a Receber</b>	<b>R\$ 4.769</b>	<b>R\$ 3.460</b>
Créditos a receber	R\$ 10	R\$ 1
Créditos tributários e previdenciários	R\$ 4.398	R\$ 3.177
Outros créditos	R\$ 361	R\$ 87
<b>Despesas Antecipadas</b>	<b>R\$ 93</b>	<b>R\$ 87</b>
<b>Custo de Aquisição diferidos</b>	<b>R\$ 40.254</b>	<b>R\$ 39.024</b>
Seguros	R\$ 40.254	R\$ 39.024
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 603.711</b>	<b>R\$ 867.825</b>
Aplicações	R\$ 50.460	R\$ 432.862
<b>Crédito das Oper. Seguros e Resseguros</b>	<b>R\$ 226.989</b>	<b>R\$ 147.845</b>
Premios a receber	R\$ 220.117	R\$ 143.680
Operações com seguradoras	R\$ 6.872	R\$ 4.165
<b>Ativos de Resseguro - provisões técnicas</b>	<b>R\$ 208.995</b>	<b>R\$ 166.172</b>
<b>Títulos e créditos a Receber</b>	<b>R\$ 35.829</b>	<b>R\$ 32.733</b>
Depósitos judiciais e fiscais	R\$ 35.177	R\$ 32.733
Créditos tributários e previdenciários	R\$ 652	R\$ -
<b>Custo de Aquisição diferidos</b>	<b>R\$ 47.026</b>	<b>R\$ 47.264</b>
Seguros	R\$ 47.026	R\$ 47.264
<b>Investimentos</b>	<b>R\$ 692</b>	<b>R\$ 2.008</b>
Participações societárias	R\$ 652	R\$ 1.968
Outros investimentos	R\$ 40	R\$ 40
<b>Imobilizado</b>	<b>R\$ 33.383</b>	<b>R\$ 38.314</b>
Bens móveis	R\$ 33.383	R\$ 38.314
<b>Intangível</b>	<b>R\$ 337</b>	<b>R\$ 627</b>
Outros Intangíveis	R\$ 337	R\$ 627
<b>TOTAL</b>	<b>R\$ 1.819.963</b>	<b>R\$ 1.564.983</b>

<b>PASSIVO</b>	31/12/2017	31/12/2016
<b>CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 966.139</b>	<b>R\$ 770.852</b>
<b>Contas a Pagar</b>	<b>R\$ 158.694</b>	<b>R\$ 17.055</b>
Obrigações a pagar	R\$ 101.468	R\$ 6.245
Impostos e Encargos sociais a recolher	R\$ 2.032	R\$ 5.530
Encargos trabalhistas	R\$ 1.622	R\$ 1.633
Impostos e Contribuições	R\$ 8.323	R\$ 864
Outras contas a pagar	R\$ 45.249	R\$ 2.783
<b>Débito de operações seguros e resseguros</b>	<b>R\$ 157.274</b>	<b>R\$ 160.070</b>
Premios a restituir	R\$ 5.214	R\$ 2.933
Operação com seguradoras	R\$ 32.579	R\$ 29.690
Operações com resseguradoras	R\$ 91.933	R\$ 102.980
Corretores de Seguros e resseguros	R\$ 27.548	R\$ 24.467
<b>Depósitos de Terceiros</b>	<b>R\$ 2.367</b>	<b>R\$ 2.278</b>
<b>Provisões técnicas - seguros</b>	<b>R\$ 647.804</b>	<b>R\$ 591.449</b>
Danos	R\$ 647.804	R\$ 591.449
<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 575.449</b>	<b>R\$ 465.476</b>
<b>Contas a Pagar</b>	<b>R\$ -</b>	<b>R\$ 33.247</b>
Outras contas a pagar	R\$ -	R\$ 33.247
<b>Débito de operações seguros e resseguros</b>	<b>R\$ 198.049</b>	<b>R\$ 116.897</b>
Operação com seguradoras	R\$ 75.969	R\$ 39.536
Operações com resseguradoras	R\$ 98.427	R\$ 59.471
Corretores de Seguros e resseguros	R\$ 23.653	R\$ 17.890
<b>Provisões técnicas - seguros</b>	<b>R\$ 376.906</b>	<b>R\$ 376.906</b>
Danos	R\$ 376.906	R\$ 376.906
<b>Outros débitos</b>	<b>R\$ 494</b>	<b>R\$ 440</b>
Provisões judiciais	R\$ 494	R\$ 440
<b>PATRIMONIO LIQUIDO</b>	<b>R\$ 278.375</b>	<b>R\$ 328.655</b>
Capital Social	R\$ 200.000	R\$ 120.000
Aumento de Capital (em aprovação)	R\$ -	R\$ 80.000
Reservas de Capital	R\$ 35.626	R\$ 35.626
Reserva de Lucros	R\$ 40.024	R\$ 92.878
Ajuste com títulos e valores mobiliários	R\$ 2.725	R\$ 151
<b>TOTAL</b>	<b>R\$ 1.819.963</b>	<b>R\$ 1.564.983</b>

A importância da análise de balanços está na própria conceituação da Contabilidade como ciência. Sendo ciência o conhecimento certo pelas causas,

podemos afirmar que não há possibilidade de se determinarem as causas das variações patrimoniais sem analisar a origem e as mutações dos elementos que compõem o patrimônio.

Ainda, os registros contábeis são analíticos, ao passo que o balanço patrimonial é uma síntese perfeita. Portanto, a análise e a síntese se completam. Uma não tem eficiência sem a outra. Se decompormos um todo para conhecer suas partes, temos a necessidade de reunir as partes para compará-las entre si e conhecer suas relações recíprocas. Sem análise, todo conhecimento é superficial e destituído de clareza, sem a síntese, é incompleto e não oferece a ideia de conjunto.

## 4.2 Demonstração do Resultado do Exercício

<b>DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>	<b>31/12/2016</b>
Premios emitidos liquidos	R\$ 452.968,00
Variações das provisões técnicas de premios	-R\$139.423,00
Premios ganhos	<b>R\$ 313.545,00</b>
Receita com emissões de apólices	R\$ 3.700,00
Sinistros ocorridos	-R\$ 72.465,00
Custo de aquisição	-R\$ 41.563,00
Outras receitas e despesas operacionais	-R\$ 7.811,00
<b>Resultado com Resseguro</b>	<b>-R\$ 110.808,00</b>
Receita com resseguro	R\$ 2.907,00
Despesa com resseguro	-R\$ 113.715,00
<b>Despesas Administrativas</b>	-R\$ 62.805,00
<b>Despesas com tributos</b>	-R\$ 6.373,00
<b>Resultado Financeiro</b>	R\$ 67.269,00
<b>Resultado Patrimonial</b>	R\$ 125,00
<b>Resultado Operacional</b>	R\$ 82.814,00
<b>Ganho ou perdas com ativos não correntes</b>	-R\$ 21,00
<b>Resultado Antes dos impostos e participações</b>	R\$ 82.793,00
IR e Contribuição Social Corrente	-R\$ 23.706,00
Imposto de Renda e contribuição social Diferido	-R\$ 13,23
Participações sobre resultado	-R\$ 21,99
<b>LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>R\$ 55.565,00</b>



### 4.3 Demonstração dos Cálculos de Valuation

A avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado fundamenta-se na idéia de que o valor de uma empresa está relacionado à expectativa de geração de caixa em períodos futuros, que estarão disponíveis para distribuição.

Segundo Martelanc (2005, p.11), o fluxo de caixa descontado é a principal metodologia empregada para avaliar empresas. Sua abordagem é amplamente utilizada por bancos de investimentos, consultorias e empresários quando querem calcular o valor de uma organização, seja para fins internos, de análise de investimentos ou para fusões e aquisições.

Por essa abordagem, o valor da empresa é determinado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento.

Diz ainda o autor que a empresa deve ser vista como um negócio contínuo, que deve ter seu valor e as decisões dos administradores estabelecidos à luz do futuro, bem como à do presente.

O método do fluxo e caixa descontado está fundamentado na idéia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição. Portanto, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que será gerado no futuro pelo negócio, o qual é trazido ao seu valor presente para refletir o tempo e o risco associados a distribuição.

Na literatura encontraram-se vários conceitos referente avaliação de empresas, sendo que uma das linhas de pensamento não necessariamente mutuamente exclusivas mencionadas por Frezatti (1998), é a abordagem do Fluxo de Caixa Descontado:

Leva em conta a identificação do fluxo de caixa da empresa para o período futuro descontado pela sua taxa do custo de oportunidade. Adicionalmente, inclui o

conceito de perpetuidade e/ou de ajustes pela inclusão de eventuais valores não operacionais.

A metodologia tem sido utilizada desde longa data, mormente na avaliação de investimentos operacionais internos a empresa. Seu grande expoente no momento é o consultor Damodaran, muito embora Rappaport tenha importantes contribuições nessa área. Essa metodologia é a que se utiliza na avaliação de empresas no processo de privatização brasileiro da década de 90. Este artigo não tem por objetivo aprofundar esta análise.

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>NOPAT</b>	R\$ 42.927,00	R\$ 47.177,99	R\$ 51.849,94	R\$ 56.984,55	R\$ 62.627,64
<b>Depreciação</b>	R\$ 5.043,00	R\$ 5.542,40	R\$ 6.091,25	R\$ 6.694,46	R\$ 7.357,40
<b>FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL</b>	<b>R\$ 49.987,00</b>	<b>R\$ 52.720,39</b>	<b>R\$ 57.941,20</b>	<b>R\$ 63.679,01</b>	<b>R\$ 69.985,04</b>
<b>Capex</b>	-R\$ 4.844,00	-R\$ 5.323,69	-R\$ 5.850,89	-R\$ 6.430,29	-R\$ 7.067,07
<b>Investimento em Giro ( 10% NOPAT)</b>	-R\$ 4.292,70	-R\$ 4.717,80	-R\$ 5.184,99	-R\$ 5.698,46	-R\$ 6.262,76
<b>FCDE</b>	<b>R\$ 40.850,30</b>	<b>R\$ 42.678,90</b>	<b>R\$ 46.905,31</b>	<b>R\$ 51.550,27</b>	<b>R\$ 56.655,20</b>

<b>Valor terminal da Empresa</b>	Ano de 2017	Ano de 2018	Ano de 2019	Ano de 2020	Ano de 2021
Fluxo de Caixa Livre	R\$ 40.850	R\$ 42.679	R\$ 46.905	R\$ 51.550	R\$ 56.655
Valor Terminal					R\$ 2.111.125
Total	R\$ 40.850	R\$ 42.679	R\$ 46.905	R\$ 51.550	R\$ 2.167.780

Custo Medio Ponderado de Capital	11,4%
Crescimento do FCF no longo prazo	8,52%

<b>Valor presente dos Fluxos de Caixa</b>	R\$ 1.400.053,36
Caixa	\$ 2.163,00
<b>Valor de Mercado da Empresa</b>	\$ 1.402.216,36

<b>Valor estimado do PL da Empresa</b>	R\$ 1.052.107
Nº de acoes	24.125.868,00
Valor patrimonial da acao	\$ 0,04

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

Justifica-se através deste tema que muitas decisões são tomadas sem o aprofundamento dos resultados e estudos da situação econômico-financeira da empresa para fins de auxiliar na tomada de decisão durante o processo de fusões e aquisições o que permite a elaboração de diagnósticos para o bom uso dessa ferramenta que se chama *Valuation*.

Dessa forma, considera-se que, como acadêmicos e profissionais, é essencial o conhecimento de tais ferramentas e da situação econômico-financeira das empresas por meio do cálculo e análise dos indicadores tradicionais. Precisamos entendê-los e desta forma incentivar os gestores a estar utilizando-os, permitindo assim, melhorar o desenvolvimento físico e financeiro de suas empresas e com isso alavancar seus negócios.

Além disso, é importante compreender que é fundamental a Análise das Demonstrações Contábeis que não é apenas um cálculo, e sim uma ferramenta fundamental que serve como aporte na tomada de decisão, clara e objetiva, permitindo corrigir erros e melhorar o desempenho das empresas e conhecer sua real necessidade.

Para a empresa J. considera-se que esta análise e estudos possa se chegar a um valor próximo de avaliação, além de acrescentar ainda mais informações a seus resultados, possibilitando a seus gestores uma tomada de decisão mais clara e objetiva.

Desse modo, considera-se que o método de avaliação tem larga utilização nas principais decisões financeiras, sendo recomendado para processos de análise de projetos de investimento, avaliações de ações, avaliação econômica de empresas utilizadas em todos os processos de fusões, cisões, vendas e aquisições. É sempre importante reforçar a ideia amplamente reconhecida de que, por melhor que tenha sido elaborada uma avaliação, o seu valor é sempre uma estimativa de valor, podendo

alterar-se conforme as condições de mercado, cenários descritos e premissas adotadas sofram modificações. A avaliação de uma empresa deve ser imparcial, não considerar as pressões e influências de compradores e vendedores.

## REFERENCIAS

ALMEIDA, R. J. **Análise da Importância dos Direcionadores de Valor das Empresas para Diferentes Tomadores de Decisão no Brasil**. 2000. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

ANDRADE, L.R.D. **Estimação de Beta Para Ações com Pouca Liquidez no Mercado de Capitais**. 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

ARAÚJO, P.A.B. **Verificação da eficácia do modelo de precificação de ativos financeiros no processo de avaliação das empresas brasileiras privatizadas**. 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

BARRETO, A. C. P. M. **Avaliação econômica financeira de marcas: um estudo de caso sob a perspectiva do modelo de fluxo de caixa descontado**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

BLACK, F.; SCHOLES, M. **The valuation of option contracts and a test of market efficiency**. Journal of Finance, n. 27, p. 399-417, 1972.106.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Principles of Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill, 1999.

BRUNER, R.F. **Case Studies in Finance: Managing for Corporate Value Creation**. 3ª edição. New York: McGraw-Hill Companies, 1998.

CARLIN, E L B **Valuation - Manual de Avaliação - Teoria e Prática**. Curitiba Ed. Juruá, 2017.

CASTRO, A. L.; TEIXEIRA, J. P.; MELO, A. C. G. **Avaliação de Ativos de Geração Termelétrica e o Mercado Competitivo de Eletricidade no Brasil**. In: XXXI SIMPÓSIO BRASILEIRO DE PESQUISA OPERACIONAL, Juiz de Fora, 1999.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2nd ed. New York: John Wiley and Sons, 1994.

COPELAND, T. E.; ANTIKAROV, V. **Opções reais: um novo paradigma para reinventar a avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CORNELL, B. **Corporate Valuate Tools for Effective Appraisal and Decision Making**. New York: Mc Graw Hill Co., 1994.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos – ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.

ENNINGA, S.Z.; SARIG, O. **Corporate Finance: A valuation approach**. New York: McGraw-Hill Companies, 1996.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**, Cadernos de Estudos FIPECAFI. FIPECAFI, São Paulo, n. 24, p. 28-37, jul./dez. 2000.

NEELY, A **Measuring business performance**. London: The Economist Books, 1998.

[www.tudosobreseguros.org.br](http://www.tudosobreseguros.org.br), acesso dia 18/09/2017 as 15:54

<http://insideseg.com.br>, acesso dia 02/04/2018 às 21:30.